



Réforme du marché des titres de créances négociables

Mai 2016

Présentation du marché

Créé en 1985 au bénéfice de l'ensemble des acteurs économiques, le marché des titres négociables à court et moyen terme se modernise à la suite d'une concertation de la Place financière de Paris engagée depuis plusieurs mois. Sous l'égide du Comité Place de Paris 2020, co-animé par la Direction générale du Trésor et Paris Europlace, la Banque de France a dirigé cette modernisation, en lien avec l'Association française des trésoriers de banque (ACI France - AFTB), un grand nombre d'associations professionnelles de la Place (AFG, AFTE, AF2I, AFTI, AMAFI, FBF...), d'infrastructures de marché (Euroclear ...), de participants de marché, de cabinets d'avocats, ainsi qu'en liaison avec des agences de notation, la Chambre de commerce et d'industrie de Paris Ile-de-France et des autorités de régulation. La démarche consensuelle qui a prévalu à cet égard a permis la prise en compte des intérêts de toutes les parties prenantes - émetteurs, investisseurs, intermédiaires.

Les autorités saluent à cette occasion l'engagement de tous les participants dans les travaux réalisés. Le financement de l'économie réelle constitue un enjeu majeur pour la croissance et le financement à court terme est essentiel à la vie des entreprises et des établissements financiers.

Ce marché est le second marché de titres à court terme en Europe et le principal en zone Euro. Il offre des financements compétitifs et diversifiés, en euros ou autres devises, sous la forme de titres de créances à court ou moyen terme. Il réunit un vaste écosystème constitué d'investisseurs, en particulier la gestion monétaire, d'émetteurs, financiers et non financiers, d'arrangeurs et de domiciliataires de premier plan. Il repose sur des infrastructures post-marché robustes et bénéficie d'un haut degré de transparence sur sa structure, ses conditions de fonctionnement et les données de marché. La Banque de France veille au respect des conditions d'émission par les émetteurs.

Ce marché est important car il permet de diversifier les sources de financements courts. Il constitue en outre un canal direct de transmission de la politique monétaire. Enfin, du point de vue de la stabilité financière, il a démontré la validité de son modèle et sa résilience durant les phases de tensions qui ont marqué la crise.

Présentation de la réforme

Dans un contexte évolutif s'agissant des modes de financement des agents économiques et de l'environnement réglementaire dans lequel ils s'insèrent, les autorités réforment le cadre juridique du marché des titres de créances négociables.

Cette réforme vise à mettre le marché à la portée d'un plus grand nombre d'émetteurs en France et à l'étranger, ainsi qu'à une base élargie d'investisseurs internationaux. Il peut également être étendu aux entreprises de taille intermédiaire, qui représentent une part importante de la croissance et de l'emploi, et ont clairement vocation à accroître leur recours aux marchés financiers. En ligne avec le chantier de l'Union des marchés de capitaux engagé l'an dernier par la Commission européenne, la réforme vise à favoriser une meilleure allocation

des ressources et une plus grande diversification des financements. Elle permet d'offrir aux acteurs de nouvelles classes d'actifs constituant autant de solutions d'investissement et de financement, via l'accès à des bases d'investisseurs et d'émetteurs étendues à différents pays. Elle répond ainsi aux attentes des acteurs économiques sans altérer les atouts de ce marché en termes de transparence, de facilité d'accès et de compétitivité. Les encours du marché ont vocation à varier en fonction des besoins des acteurs et des cycles économiques.

Cette réforme est transcrite dans un [décret](#) du 30/05/2016 et un [arrêté](#) du 30/05/2016 pris après avis de la Banque centrale européenne du 30 mars 2016. Tout en conservant la nature juridique des titres, le fonctionnement, la surveillance du marché et les conditions d'éligibilité en garantie des opérations de refinancement de l'Eurosystème, elle se traduit par :

- 1) La fusion des titres de créances négociables d'une maturité inférieure à un an (anciens certificats de dépôts émis par les établissements de crédit, et anciens billets de trésorerie émis par les émetteurs non financiers) réunis sous la dénomination de « titres négociables à court terme » ;
- 2) Une nouvelle appellation commerciale de ces titres : « Negotiable European Commercial Paper » (NEU CP prononcé « new CP ») retenue par la Place ;
- 3) Un alignement de la dénomination juridique des titres à plus d'une maturité supérieure à un an : « titres négociables à moyen terme » (anciennement « bons à moyen terme négociables ») ;
- 4) La possibilité de rédiger la documentation financière dans une langue usuelle en matière financière, autre que le français, sans obligation de produire un résumé en français ;
- 5) Un marché plus ouvert aux émetteurs internationaux grâce à un cadre élargi aux normes comptables locales des pays de l'Espace économique européen, ainsi qu'aux normes comptables et de contrôle légal des comptes (pour les émetteurs de pays-tiers) reconnues par la Commission européenne comme équivalentes aux standards européens ;
- 6) Des infrastructures post-marché efficaces permettant notamment au dealer d'initier la demande des codes d'identification des transactions, dits codes ISIN (nouvel outil *eNEU CP*), et de bénéficier ainsi de leur génération en temps réel. Ce dispositif, complété par un règlement-livraison en monnaie banque centrale, renforce l'efficacité et la sécurité juridique des transactions ;
- 7) L'élargissement de la liste des agences de notation retenues pour l'accès au marché à toutes les agences enregistrées auprès de l'Autorité Européenne des Marchés Financiers (ESMA), à certaines conditions (méthodologie, données statistiques couvrant un historique de 3 ans) ;
- 8) La simplification des textes réglementaires (un arrêté au lieu de quatre précédemment).

Une période de transition est prévue pour les émetteurs devant procéder à la mise à jour annuelle de leur documentation financière. Des informations complémentaires sont disponibles sur le site de la Banque de France.

Pourquoi avoir engagé cette réforme ?

Pourquoi une nouvelle appellation commerciale ?

L'objectif de la réforme est de moderniser le marché existant dans le sens d'un plus grand alignement avec les standards internationaux, tout en maintenant les atouts de ce marché en termes de transparence et de surveillance des conditions d'émission par la Banque de France, en complément du rôle des agents domiciliataires (qui créent les titres). La Place a souhaité utiliser une appellation plus explicite à l'international (Negotiable European Commercial Paper), qui exprime la nature de l'instrument, sa maturité et la présence d'intervenants européens.

Cette dénomination commerciale n'a aucune incidence sur la nature juridique des titres, lesquels demeurent des titres de créances négociables.

Quel est l'intérêt du marché pour les émetteurs et les investisseurs ?

Le marché procure des conditions compétitives en termes de taux de financement et d'accès à la liquidité, ainsi qu'une souplesse et une simplicité d'utilisation (choix de la durée des émissions, mise à disposition des fonds, rédaction de la documentation financière ...).

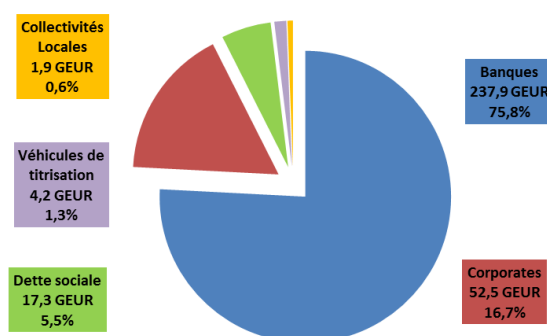
Il offre des instruments de financement et d'investissement permettant l'accès à une base, déjà importante et pouvant être élargie, d'investisseurs et d'émetteurs aussi bien domestiques qu'internationaux. La réforme en renforce encore la liquidité et la profondeur via la fusion des titres à court terme.

Il offre une transparence appréciée tant par les émetteurs que les investisseurs. Outre la documentation financière des différents programmes, les statistiques périodiques fournissant les principaux agrégats du marché par catégorie d'émetteurs sont diffusées sur le site internet de la Banque de France. Ces statistiques incluent par exemple la publication des taux moyens à l'émission par grande catégorie d'émetteurs et de notation, ce qui permet au marché de disposer de points de référence. Ces informations sont reprises par la Banque centrale européenne pour l'ensemble des titres bénéficiant du label Short Term European Paper (label promu par l'European Money Markets Institute et la Financial Markets Association -ACI en vue d'une convergence des normes et des pratiques de marché de titres courts).

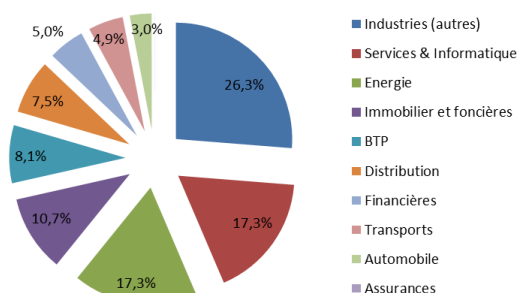
Le marché s'appuie sur des infrastructures post-marché modernisées : la création juridique instantanée du titre par les animateurs de marché va permettre aux différents participants de disposer du code ISIN en temps réel via un nouvel outil développé par Euroclear France (eNEU CP) et de se conformer aux exigences des grands investisseurs, notamment pour les émissions en valeur jour qui constituent un atout des TCNs émis en Euro. Ceci est de nature à faciliter aussi la diffusion des titres à l'international, en plus du règlement-livraison sécurisé en devises et en monnaie banque centrale. L'ensemble de ces nouveaux dispositifs renforcent la sécurité juridique des transactions.

Focus sur les catégories d'émetteurs

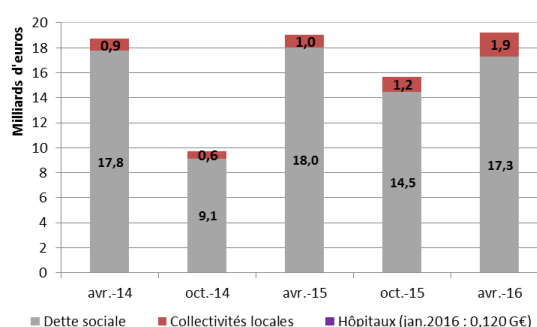
Encours par grande catégorie d'émetteurs
(avr. 2016 : 313,8 G€ ; titres à court et moyen terme)



Encours des émetteurs corporate par secteur d'activité, en %
(avr. 2016 : 51,1 G€ ; titres à court terme)



Encours des émetteurs publics, en G€
(avr. 2016 : 19,2 G€ ; titres à court et moyen terme)



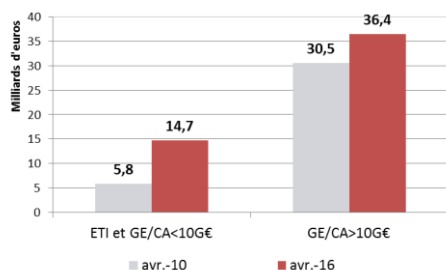
Comment accéder au marché ?

Le marché est accessible aux émetteurs financiers et non financiers, ainsi qu'à des acteurs publics. L'émetteur doit établir une documentation financière (décrivant notamment le programme d'émission et une présentation succincte de l'entité émettrice) adressée à la Banque de France. Une documentation financière type est disponible sur le site de la Banque de France.

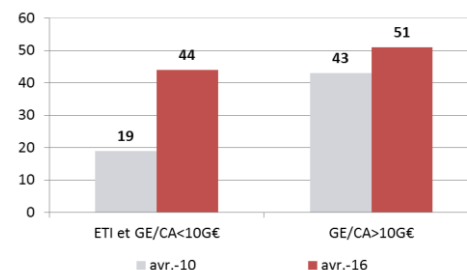
Focus sur les nouveaux émetteurs

Entre janvier 2015 et avril 2016, le marché des titres de créances négociables a attiré près de 40 nouveaux émetteurs principalement sur le segment des titres à moins d'un an. Les entreprises non financières constituent le secteur le plus représenté avec 18 nouveaux émetteurs dont 4 étrangers couvrant la plupart des secteurs économiques, notamment les services & informatique, l'industrie, l'énergie, les transports et l'immobilier/foncières. 16 nouveaux émetteurs financiers ont également rejoint le marché sur la période au travers essentiellement d'établissements de crédit spécialisés, de banques régionales voire de groupes internationaux. Enfin 5 entités du secteur public (4 régions et un établissement hospitalier) ont également émis pour la première fois des titres à moins d'un an.

Encours corporate, focus par taille
(titres à court terme ; avr. 2016 : 51,1 G€)



Nombre de corporates actifs, focus par taille
(titres à court terme ; avr. 2016 : 95 émetteurs)



Quelle est l'ouverture de ce marché à l'international ?

Quelles sont les modalités d'accès des émetteurs de pays-tiers ?

Le marché compte des émetteurs internationaux, financiers et non financiers, et peut désormais être mis au service d'un plus grand nombre de signatures, sans restrictions liées à la pratique de la langue et à l'usage des normes comptables françaises. En sus des dispositions existantes, les données comptables pourront en effet être établies selon les normes comptables locales des pays de l'EEE et les normes comptables reconnues comme équivalentes aux normes internationales d'information financière (IFRS) acceptées par la Commission européenne.

Par ailleurs, les émetteurs de pays-tiers bénéficieront de cet accès s'ils disposent de données comptables faisant l'objet d'un contrôle légal par un système de supervision publique reconnu comme équivalent par la Commission européenne.

Les titres peuvent être émis en euro ou dans toute autre monnaie.

Est-il possible de rédiger sa documentation financière en anglais ?

La documentation financière peut désormais être rédigée dans une langue usuelle autre que le français. Dans ce cas, les titres sont souscrits ou acquis pour un montant au moins équivalent à 200 000 euros (ou la contrevaletur de ce montant en devises) et l'émetteur fait figurer un avertissement en français dans sa documentation financière invitant l'investisseur, s'il le souhaite, à recourir par lui même à une traduction en français de cette documentation. L'émetteur conserve l'entière liberté d'établir s'il le souhaite, en annexe de la documentation en anglais, un résumé en français à destination des investisseurs francophones.

Que est l'impact de la réforme sur la notation des titres ?

Les conditions de notation des programmes et d'exemption ne sont pas affectées par la réforme, les participants de marché optant généralement pour la notation de leur programme sur les marchés de titres à court terme.

Lorsque le programme est noté, la réforme élargit la liste des agences de notation à l'ensemble des agences enregistrées auprès de l'ESMA si ces dernières disposent d'une méthodologie ainsi que de données statistiques sur leur activité et leurs performances (telles que les transitions et les taux de défaut) couvrant un historique de 3 ans, tel qu'indiqué sur le site internet de l'ESMA.

La réforme modifie-t-elle les conditions d'éligibilité au refinancement de l'Eurosystème ?

Selon l'article 68 de l'Orientation BCE/2014/60, transposée par la Décision du Gouverneur n° 2015-01, pour être éligibles comme garantie des opérations de refinancement de l'Eurosystème, les titres de créances doivent être admis à la négociation sur un marché réglementé ou sur certains marchés non réglementés évalués par l'Eurosystème au regard de critères de sécurité, de transparence et d'accessibilité.

À cet égard, la réforme du marché des TCN n'a pas d'incidence sur l'éligibilité des titres qui y sont traités : ceux-ci demeurent admis en garantie des opérations de refinancement de l'Eurosystème dès lors qu'ils respectent par ailleurs l'ensemble des critères d'éligibilité applicables aux actifs négociables.

La liste de l'ensemble des actifs négociables éligibles aux opérations de refinancement de l'Eurosystème est publiée quotidiennement sur les sites internet respectifs de la BCE et de la Banque de France.

Quelles sont les spécificités du marché ?

Le marché offre aux acteurs des opportunités d'investissement et de financement complémentaires, *via* l'accès à des bases d'investisseurs et d'émetteurs élargies. Il met à leur disposition de nouvelles classes d'actifs en termes géographiques, de nature d'émetteurs et de qualité de signature incluant des émetteurs non notés, qui permettent d'offrir de meilleurs rendements aux investisseurs. L'objectif de la réforme est d'offrir aux acteurs économiques un large choix d'instruments adaptés aux droits et pratiques locaux.

Le marché se caractérise par un haut degré de transparence sur les grands agrégats au travers de publications périodiques (quotidiennes, hebdomadaires et mensuelles) sur les encours, les taux moyens par catégorie d'émetteurs et notations, les documentations financières de l'ensemble des émetteurs. Ces informations sont directement disponibles sur le site internet de la Banque de France.

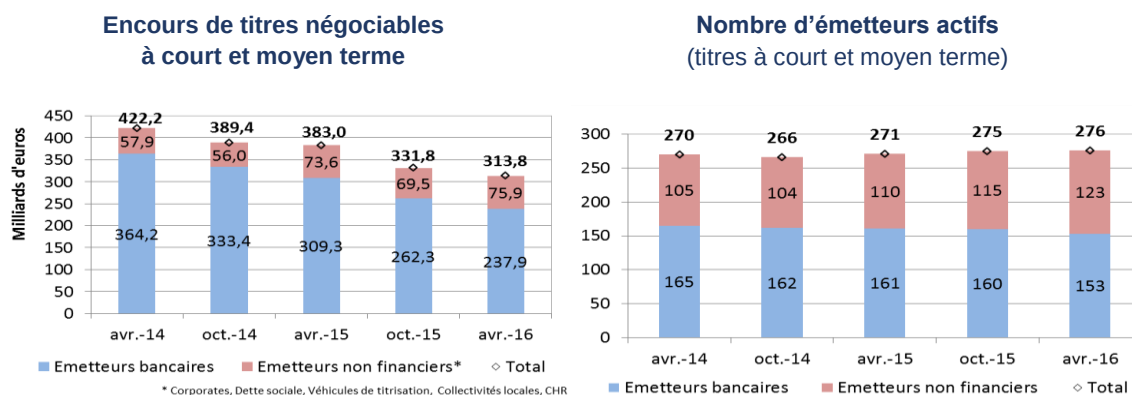
Quelles sont les grandes tendances du marché ?

Les encours s'élèvent depuis un an à plus de 300 milliards d'euros et ont vocation à fluctuer en fonction des besoins des acteurs économiques, de l'environnement de politique monétaire et de la réglementation applicable aux différentes catégories d'acteurs, qui influencent à la fois les volumes d'émission et le type d'instruments utilisés.

En tendance actuelle, le marché accueille un nombre croissant d'émetteurs, dont la population est de plus en plus diversifiée avec un plus grand nombre d'émetteurs non financiers et publics.

La réforme engagée ne vise pas un objectif spécifique de croissance d'encours mais à mettre à la disposition des différents acteurs économiques un marché adapté à leurs besoins de financement de court et moyen terme et dont ils peuvent moduler l'utilisation en fonction du cycle économique.

Focus sur les dernières tendances dans un contexte de diversification des catégories d'émetteurs



Témoignage de deux émetteurs

“The French CP market is an important and deep funding source for LafargeHolcim and allows us to diversify our financing and to issue notes at attractive rates. As a regular issuer, LafargeHolcim welcomes the reforms announced by the Minister of Finance and the Banque de France. The changes will simplify for many issuers the access to a large investor base and to short-term funding through a streamlined and standardized documentation process and will further reinforce market liquidity and transparency. The reforms will ensure the attractiveness of the NeuCP market in a competitive international environment.”

Markus Unternährer

Head Corporate Finance and Treasury
LafargeHolcim

« En tant que Vice-Président de l'AFTE et Directeur de la Salle des marchés d'Orange, je vais me concentrer sur le marché du billet de trésorerie.

Fin 2013 l'AFTE a lancé une enquête, avec la collaboration de l'AF2i, l'AFG et de la Banque de France, auprès des émetteurs et des investisseurs.

Trois points forts sont ressortis de cette enquête.

Le premier point nous a particulièrement surpris : la plupart des entreprises interrogées considéraient que le marché du billet de trésorerie était réservé aux entreprises du CAC 40.

L'enquête a également fait ressortir que peu d'entreprises avait conscience des grands avantages de ce marché : simplicité de la documentation, publication par la Banque de France d'une base statistique très riche, flexibilité et liquidité et attrait des conditions d'émission

Dernier point mais pas des moindres : si la notation rebutait bon nombre d'entreprises, notamment les ETI, la notation est aussi apparue comme indispensable pour les investisseurs.

Avec le soutien de la Banque de France l'AFTE a organisé des réunions d'information auprès des émetteurs afin de les convaincre de venir sur ce marché du billet de trésorerie.

Deux ans et demie plus tard, vingt nouveaux émetteurs ont rejoint ce marché et les encours ont augmenté de 40 milliards d'euros à plus de 60 milliards d'euros.

La collaboration entre les émetteurs, les investisseurs et la Banque de France a pleinement démontré son efficacité et permis de dynamiser ce marché.

La réforme du marché des TCN, en améliorant l'accessibilité et la simplicité du marché, va encourager les entreprises non financières à accroître la part de leur financement sur les marchés financiers. »

Hervé Labbé

Directeur de la salle des Marchés et des études économiques – Orange

Vice-Président de l'AFTE

Témoignage d'un investisseur

« Avec une position de leader dans la gestion de fonds de trésorerie en Europe, Amundi est un acteur fortement impliqué, de longue date, dans le financement de l'économie, au travers notamment de ses investissements en titres de créances négociables. Nous nous réjouissons de la simplification, la modernisation et l'ouverture internationale que cette réforme va apporter à cet instrument. Ce dernier bénéficiera, à coup sûr, d'une visibilité accrue sur le marché monétaire, du fait d'une plus grande transparence, d'une harmonisation de son cadre juridique et d'une remarquable facilité d'utilisation. Ultiment, sa liquidité, qui demeure une des caractéristiques prioritaires attendue par un investisseur, s'en trouvera significativement améliorée. »

Thierry DARMON

Responsable de la Gestion des Fonds de Trésorerie chez Amundi.

Témoignage d'un intermédiaire

« Dès 1985, BNP PARIBAS a participé activement à la création du marché des titres court terme en France afin de mettre à la disposition des émetteurs un instrument permettant un financement abondant, souple et compétitif pour les Entreprises, les Etablissements Financiers et les Agences Publiques et d'attirer les investisseurs vers cette classe d'actifs grâce à sa liquidité éprouvée, sa transparence des données et ses profils de risque et de rendements variés.

Dans la continuité des évolutions précédentes, une nouvelle étape est franchie aujourd'hui avec l'arrivée du NeuCP qui va simplifier les modalités de mise en place, améliorer nettement le traitement des opérations et ouvrir largement ce marché à l'international. Cette nouvelle réforme s'avère particulièrement importante pour continuer à s'adapter aux besoins des entreprises émettrices et des investisseurs internationaux.

BNP Paribas, acteur de premier plan sur tous les métiers relatifs à ce marché, réitère à cette occasion son engagement par sa présence au service des émetteurs et des investisseurs ainsi qu'à travers sa contribution permanente aux travaux de place sur ce compartiment menés en lien avec l'ACI France AFTB et avec la collaboration des principales associations professionnelles. »

Christian FLOCH

Responsable Ventes Marché Monétaire France,
Origination et trading TCN
BNP Paribas

economie.gouv.fr

banque-france.fr



TRÉSOR
DIRECTION GÉNÉRALE